

AMPLIA PROPIEDAD DE ACCIONES: LA BARRERA PARA EL DESARROLLO DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTAS DE MINORÍA EN AMÉRICA LATINA

David Orozco*

EXTRACTO	691
I. INTRODUCCIÓN	692
II. TRASFONDO HISTÓRICO.....	693
III. LAS TEORÍAS DE PROPIEDAD CORPORATIVA.....	698
A. <i>La Teoría de la Eficiencia</i>	699
B. <i>Dependencia del Camino</i>	701
C. <i>La Teoría Legal</i>	702
IV. LA TEORÍA LEGAL EXPANDIDA	703
V. ¿POR QUÉ CONVERGE LA GOBERNACIÓN CORPORATIVA?	706
VI. EL ESTADO DEL DESARROLLO DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTAS DE MINORÍA EN CHILE Y MÉJICO.....	709
A. <i>Chile</i>	709
B. <i>Méjico</i>	713
VII. CONCLUSIÓN.....	716

EXTRACTO

La reforma de gobernación corporativa ha tomado un enfoque primario en América Latina. Debido a la debilidad en las leyes para la protección del inversionista, América Latina ha sufrido una disminución en liquidez en sus mercados de valores y esto plantea una situación problemática para estas economías. La pregunta es como pueden los países latinoamericanos, como sistemas de derecho civil, incorporar reglas para la protección de accionistas a sus sistemas legales efectivamente. Las teorías existentes no hacen referencia a la barrera que el derecho civil, como sistema mayoritario, impone en el desarrollo de los derechos de accionistas de minoría. Para que América Latina pueda manejar este problema efectivamente, mejores políticas de los derechos del accionista de minoría que promuevan la amplia propiedad de acciones tienen que ser

* David Orozco, Universidad de Nueva York, Escuela de Empersarías Stern, Graduado en Economía, 1999; Escuela de Derecho de la Universidad Northwestern, Licenciatura en Derecho, 2004; Revista Jurídica de Northwestern de Derecho Internacional y Comercio, Editor Mayor. Me gustaría agradecer a Carole Silver, Jose W. Fernández y Jake Baccari por sus comentarios profundos.

implementadas en conjunto con la reforma de gobernación corporativa. Chile se ofrece como el modelo apropiado para este tipo de reforma, en contraste con Méjico que sirve como un ejemplo del *status quo*.

I. INTRODUCCIÓN

Actualmente, América Latina enfrenta una crisis de credibilidad entre inversionistas internacionales. Escándalos que han salido a la luz pública describiendo los abusos de accionistas mayoritarios han causado que inversionistas internacionales se retiren lentamente de los mercados de valores latinoamericanos.¹ La crisis financiera asiática del 1997, en gran parte inducida por la pobre gobernación corporativa y la corrupción, tornó la atención hacia el estado de gobernación corporativa de mercados surgentes.² La gobernación corporativa se define como “las instituciones privadas y públicas, incluyendo leyes, regulaciones y prácticas de comercio aceptadas, que juntas gobiernan la relación, en una economía de mercados, entre gerentes corporativos y empresarios . . . por un lado, y los que invierten recursos en sociedades anónimas, por otro lado.”³ Los mercados de capitales bien desarrollados son motores para el crecimiento económico del futuro.⁴ Ellos son también una fuente importante de capital de intercambio extranjero para las economías latinoamericanas. El efecto de la desestabilización de inversión de cartera disminuida ha motivado a países latinoamericanos a reexaminar sus leyes de gobernación corporativa y a mejorar, en particular, la protección de accionistas de minoría.

La segunda parte del artículo provee un bosquejo del trasfondo histórico de la situación. El argumento principal del artículo es que el derecho civil en América Latina representa un obstáculo para la creación y la ejecución adecuada de leyes para los accionistas de minoría. Las

1. Mike Lubrano, *Corporate Governance: An International and Mexican Perspective* [Gobernación Corporativa: Una Perspectiva Internacional y Mejicana], 9 U.S.-MEX. L.J. 117, 117-18 (2001).

2. Joseph J. Norton, *Are Latin America and East Asia an Ocean Apart? The Connecting Currents of Asian Financial Crises* [¿Están América Latina y el Este de Asia un Océano Aparte? Las Corrientes Conectadas de las Crisis Financieras Asiáticas], 4 NATA: L. & BUS. REV. AM. 93, 100-06 (1998).

3. Charles P. Oman, *Corporate Governance and National Development* [La Gobernación Corporativa y El Desarrollo Nacional], en 13, ORGANIZACIÓN PARA LA COOPERACIÓN Y EL DESARROLLO ECONÓMICO (OCDE), DEV. CTR. [CENTRO DE DESARROLLO], Papeles Técnicos No. 180, CD/DOC (2001) 12 (21 de noviembre de 2001), disponible en <http://www.oecd.org/dataoecd/19/61/2432585.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004) [en lo sucesivo OCDE].

4. Raghuram G. Rajan y Luigi Zingales, *Financial Dependence and Growth* [La Dependencia Financiera y El Crecimiento], 88 AM. ECON. REV. 559, 584 (1998).

teorías existentes de la estructura de propiedad corporativa no toman en cuenta la inhabilidad estructural de un sistema legal de reconocer estos derechos en América Latina. El reconocimiento del problema estructural es necesario si un país decide ajustar sus leyes de gobernación corporativa para reflejar la protección adecuada que debe darse a los accionistas. El derecho civil funciona sobre la base de la mayoría. Por lo tanto, una mayor propiedad de los accionistas en la sociedad es una condición necesaria para que la sociedad de derecho civil pueda demostrar la voluntad política necesaria para crear y ejecutar adecuadamente las leyes para los accionistas.

Para entender como los derechos de accionistas de minoría se relacionan con la gobernación corporativa y el desarrollo de mercado de valores, es útil entender algunas teorías. La tercera parte del artículo discute las teorías de propiedad corporativa y el apoyo empírico que da más validez a la teoría legal que a las teorías de eficiencia económica y de dependencia del camino. La cuarta parte amplía la teoría legal para explicar por qué la inhabilidad estructural de un sistema legal de desarrollar normas de gobernación corporativa tiene que ser incluida en el cálculo que explica como la ley forma la gobernación corporativa. El argumento se repite, que un país latinoamericano de derecho civil necesita promover la amplia distribución de propiedad de acciones a través de la sociedad para que los derechos de accionistas de minoría tengan un impacto significativo. La quinta parte hace referencia a las fuerzas que conducen a la mayor convergencia de normas de gobernación corporativa en América Latina. La sexta parte analiza el desarrollo de los derechos de accionistas de minoría en Chile y Méjico. La séptima parte concluye el artículo.

II. TRASFONDO HISTÓRICO

En 1932, Adolph Berle y Gardiner Means introdujeron sus teorías de sociedad anónima en *La Sociedad Anónima Moderna y La Propiedad Privada*.⁵ El modelo Berle-Means describe las sociedades anónimas poseídas por accionistas, pero controladas por una junta directiva y por gerentes profesionales, ambos grupos con pequeños intereses en la propiedad de la empresa.⁶ El modelo Berle-Means atribuye la separación del control y la propiedad corporativa a la propiedad de acciones

5. Rafael La Porta et al., *Corporate Ownership Around The World [Propiedad Corporativa Alrededor Del Mundo]*, en 2 (1998), en <http://post.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/papers/ownership.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004).

6. *Id.*

dispersada.⁷ Un estudio comparativo revela que la mayor parte de las sociedades anónimas (públicas y privadas) en el mundo no siguen el modelo Berle-Means de propiedad dispersada, p. ej., la mayor parte de las empresas tienen un accionista mayoritario, compuesto generalmente de un grupo de familia o el estado.⁸

Tres teorías de la estructura de propiedad corporativa son las teorías de la eficiencia, de dependencia del camino y la teoría legal. Las tres teorías se discuten con mayor amplitud a continuación. Cada teoría tiene una perspectiva única sobre otro tema relevante y que ha sido discutido extensamente: en que medida se están convergiendo las normas de gobernación corporativa, al igual que la estructura firme de propiedad, debido a la globalización. Los datos empíricos apoyan la teoría legal. Los adherentes a la teoría legal argumentan que la dispersión de la propiedad corporativa se debe al reconocimiento legal y a la ejecución de los derechos de accionistas de minoría.⁹

Según los Principios de Gobernación Corporativa de la OCDE, la protección adecuada de los derechos de accionistas de minoría es un aspecto importante de la gobernación corporativa:

Un factor importante en los mercados capitales es que los inversionistas tengan la confianza que el capital que proporcionan será protegido del mal uso o la malversación por gerentes corporativos, miembros de juntas directivas o accionistas con control. Las juntas directivas corporativas, los gerentes y los accionistas con control pueden tener la oportunidad de involucrarse en actividades que propicien sus propios intereses a costa de los intereses de accionistas sin control. Los Principios apoyan un tratamiento de igualdad para accionistas extranjeros y domésticos en la gobernación corporativa.¹⁰

La investigación muestra que países de derecho común como los Estados Unidos ofrecen mayor protección para los derechos de accionistas de minoría que sociedades de derecho civil.¹¹ Sorprendentemente, hay a

7. John C. Coffee, *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications* [El Futuro como Historia: Los Prospectos para la Convergencia Global en La Gobernación Corporativa y sus Implicaciones], 93 NW. U.L. REV. 641 (1999).

8. La Porta et al., *supra* nota 5, en 5.

9. *Id.* en 28, 33.

10. *OECD Principles of Corporate Governance* [Principios de Gobernación Corporativa del OCDE], en 40, OCDE (2004), en <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf> (última visita el 31 de agosto de 2004).

11. La Porta et al., *supra* nota 5, en 28.

menudo la carencia de pregunta de *por qué* el derecho común permite mayor protección para los accionistas de minoría que el derecho civil. Sin examinar esta pregunta, la teoría legal no puede explicar adecuadamente como la globalización impactará la ley latinoamericana, lo cual determina las normas de gobernación corporativa al igual que la estructura firme de propiedad.

Se argumenta que el derecho común es más flexible que el derecho civil y por lo tanto más conducente al reconocimiento legal de los derechos de accionistas de minoría.¹² Este artículo acepta esta proposición, pero argumenta que a menos que la propiedad de acciones sea dispersada extensamente dentro de la sociedad de derecho civil latinoamericana, la carencia de voluntad legislativa para reconocer los derechos de accionistas prevendrá la formación y la ejecución adecuada de estos.¹³ La carencia de una propiedad extendida de acciones en América Latina presenta una barrera inicial y formidable a:

- a) La creación de derechos de accionistas de minoría;
- b) Una judicatura independiente para hacer cumplir estas leyes;
- c) Los monitores adecuados en el mercado que litigan abusos de accionistas mayoritarios; y
- d) Una porción del colegio de abogados local que aboga por los derechos de accionistas de minoría.

La teoría legal de gobernación corporativa acentúa la ley, pero reconoce que la eficiencia económica y la dependencia del camino influyen el desarrollo de los derechos de accionistas de minoría.¹⁴ Sin embargo, la teoría legal no considera que la naturaleza de la *inhabilidad* original de un sistema legal de reconocer los derechos es una barrera difícil de sobrepasar. Es aquí donde la amplia propiedad de acciones es el factor crucial detrás de la creación y la ejecución adecuada de los derechos de accionistas de minoría en América Latina.

12. Thorsten Beck et al., *Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter?* [*Derecho y Finanzas: ¿Por qué Importa el Origen Legal?*], en 3, GRUPO DEL BANCO MUNDIAL, Documento de Trabajo de Investigación de Política del Banco Mundial No 2904 (octubre de 2002), disponible en http://econ.worldbank.org/files/20663_wps2904.pdf (última visita el 17 de julio de 2004).

13. La propiedad extendida no significa necesariamente la propiedad en manos de la mayoría. Puede haber propiedad extendida a través de la sociedad en forma de inversiones hechas por miembros de la minoría. El aspecto importante es que aquella propiedad de acciones sea distribuida extensamente a través de la sociedad, aunque esto tenga que lograrse por medio de intereses poseídos por la minoría.

14. Coffee, *supra* nota 7, en 647.

Mientras la globalización continúa expandiéndose, los países de derecho civil tienen inevitablemente que decidir si van a mejorar la protección para los accionistas de minoría. Un país puede decidir armonizar los derechos que provee a accionistas de minoría con las normas internacionales. Si ese es el caso, entonces políticas que promuevan la propiedad compartida a través de la sociedad tienen que ser implementadas para que los derechos sean codificados y mantenidos adecuadamente.

¿Por qué podría un país querer mejorar sus leyes que aplican a accionistas de minoría? La teoría legal argumenta que la dispersión en la propiedad corporativa se debe al reconocimiento legal y a la ejecución de los derechos de accionistas de minoría.¹⁵ La dispersión en la propiedad corporativa le provee de valoraciones más altas a los mercados de capitales líquidos y a empresas.¹⁶ El desarrollo de mercados de valores se correlaciona con el crecimiento económico en el futuro.¹⁷ Por lo tanto, los países pueden querer la dispersión en propiedad corporativa para desarrollar mejores mercados de capitales que generen crecimiento económico en el futuro. También, inversionistas internacionales están cada vez más renuentes a invertir dinero en países que proveen una protección mínima y pobre a accionistas de minoría debido a los abusos cometidos por accionistas mayoritarios que han salido a la luz pública.¹⁸ Esta última razón es la que ha parcialmente causado la disminución drástica en la liquidez de muchos mercados de valores latinoamericanos.¹⁹ Mercados de valores inadecuados significan menos inversión extranjera, una fuente importante de capital para las economías de mercados surgentes. Inversionistas institucionales han unido sus voces para expresar su preocupación por la pobre protección de los accionistas de minoría en América Latina.²⁰ También, organizaciones internacionales como la OCDE abogan por mejoras en la protección de los accionistas de minoría para así aumentar la inversión extranjera y doméstica, lo cual resulta en una prosperidad económica que beneficia a toda clase de

15. La Porta et al., *supra* nota 5, en 33.

16. Coffee, *supra* nota 7, en 648-49.

17. Rajan y Zingales, *supra* nota 4.

18. Ver generalmente Andrea Mandel-Campbell, *Mexican Entrepreneur in Peace Offering to Minorities [El Empresario Mejicano en el Ofrecimiento de Paz a Minorías]*, FIN. TIMES [TIEMPOS FINANCIEROS], 12 de octubre de 1999, en 38.

19. Lubrano, *supra* nota 1.

20. Manuel R. Agosin y Ernesto Pastén, *Corporate Governance in Chile [La Gobernación Corporativa en Chile]*, en 12, OCDE (27 de marzo de 2001), en <http://www.oecd.org/dataoecd/9/61/2443457.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004).

ciudadanos.²¹ La OCDE argumenta que una mejor gobernación corporativa conduce a un ambiente económico más equitativo para todas las clases sociales haciendo, de esta forma, un argumento tanto *social* como económico a favor de una gobernación corporativa mejorada.

¿Si los líderes de un país latinoamericano quieren mejorar sus mercados de valores para promover el crecimiento económico en el futuro, cómo pueden ellos vencer la barrera que el derecho civil impone estructuralmente en contra del desarrollo de los derechos de accionistas de minoría? El impedimento principal en contra de la creación y de la ejecución adecuada de los derechos de accionistas de minoría en una sociedad de derecho civil es la carencia de la amplia propiedad de acciones en la sociedad. Reformas complementarias legales que propicien un aumento en la propiedad de acciones en la sociedad son necesarias. Los ejemplos de Chile y Méjico serán presentados para demostrar métodos diferentes hacia la protección de accionistas de minoría en América Latina.

Chile promulgó reformas que aumentaron la propiedad de acciones a través de la sociedad por medio de su privatización de administradores de fondos de pensión.²² El aumento en el interés de la sociedad chilena en asuntos de gobernación corporativa ayudó a propulsar reformas legales que armonizaban leyes chilenas de gobernación corporativa con normas internacionales.²³ Los administradores de fondos de pensión privados se convirtieron en poderosos monitores de mercado con incentivos económicos para comprobar los abusos cometidos por accionistas mayoritarios.²⁴ Instituciones con poder de ejecución en Chile afirmaron su independencia a través de la aplicación de leyes de accionistas basadas en la imparcialidad.²⁵ Una porción del colegio de abogados chileno se desarrollará para litigar demandas iniciadas por accionistas de minoría. Este último cambio tendrá repercusiones dentro de la abogacía de Chile mientras las redes de relaciones pierdan valor y mérito y la autoridad de la ley se haga cada vez más importante.

21. OCDE, *supra* nota 10, en 7.

22. Agosin, *supra* nota 20, en 4.

23. Mike Lubrano, *The Legal and Regulatory Framework – A Comparative Overview [El Marco Legal y Regulator – Una Descripción Comparativa]*, en 5, OCDE (27 de abril de 2000), en <http://www.oecd.org/dataoecd/56/26/1921891.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004).

24. Agosin, *supra* nota 20, en 16-17.

25. Ricardo Escobar, *Corporate Governance in Chile: New Developments [La Gobernación Corporativa en Chile: Nuevos Acontecimientos]*, en 6, OCDE (marzo de 2001), en <http://www.oecd.org/dataoecd/3/49/1823372.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004).

Méjico no ha modificado su sistema de pensión para aumentar la propiedad de acciones o promulgado regulaciones para alcanzar este objetivo.²⁶ Por consiguiente, la propiedad de valores no está distribuida extensamente a través de la sociedad. Predeciblemente, la legislatura no ha estado presionada por sus miembros para implementar reformas significativas de gobernación corporativa y las leyes existentes en esta área son anticuadas en comparación con las normas internacionales. En contraste con Chile, a pesar de los casos relatados de abusos cometidos por accionistas mayoritarios, la legislatura mejicana no se siente obligada a reformar las leyes de gobernación corporativa. Méjico adopta la postura que el mercado debe de discriminar contra las empresas que no se adhieren a normas adecuadas de gobernación corporativa.²⁷ Monitores de mercado adecuados no han podido desarrollarse como resultado de estructuras de propiedad que continúan concentradas. La liquidez del mercado de valores mejicano ha languidecido ya que inversionistas extranjeros exigen mayor protección para los accionistas de minoría antes de hacer una inversión.²⁸ La judicatura mejicana e instituciones reguladoras no pueden afirmar su independencia sin leyes imparciales. Finalmente, el colegio de abogados mejicano no puede alejarse de las redes internas de relaciones que caracterizan la abogacía en Méjico y América Latina en general.

III. LAS TEORÍAS DE PROPIEDAD CORPORATIVA

El modelo de Berle-Means de sociedades anónimas poseídas por accionistas dispersados pasivos y controladas por gerentes profesionales se limita a unos pocos y ricos países de derecho consuetudinario, los Estados Unidos entre ellos.²⁹ Las empresas en América Latina típicamente exhiben propiedad concentrada, p. ej., propiedad dominada por un accionista mayoritario. Investigadores han intentado explicar por qué pocos países siguen el modelo de Berle-Means y la mayoría no lo hacen. Las siguientes teorías han sido propuestas.

26. Ver generalmente BARBARA E. KRITZER, SOCIAL SECURITY PRIVATIZATION IN LATIN AMERICA [PRIVATIZACIÓN DE LA SEGURIDAD SOCIAL EN AMÉRICA LATINA] 31-32 (Soc. Sec. Bulletin [Boletín del Seguro Social] Volumen 63 No 2, 2000).

27. Antje Zaldivar Mueller, *Corporate Governance Assessment: Mexico* [Evaluación de Gobernación Corporativa: Méjico], 9 U.S.-MEX. L.J. 137, 151 (2001).

28. Lubrano, *supra* nota 1, en 119.

29. La Porta et al., *supra* nota 5, en 34.

A. *La Teoría de la Eficiencia*

La teoría de la eficiencia ve la estructura de propiedad corporativa y la gobernación corporativa en general como una función de eficiencia económica.³⁰ Puesto de otro modo, las empresas adoptan normas de gobernación corporativa que son eficientes económicamente. Las ventajas económicas de propiedad dispersada son demostradas empíricamente. La propiedad corporativa dispersada propicia mercados de capitales líquidos y resulta en empresas con altos valores en el mercado.³¹ Sin embargo, es incierto si la propiedad dispersada es mejor que la propiedad concentrada. La propiedad corporativa concentrada ofrece mejor supervisión directa de la gerencia y mayor inversión en proyectos a largo plazo.³² Lo que se considera el modelo de propiedad más eficiente también puede depender del contexto económico. En cierta época, cuando la economía de los Estados Unidos era menos robusta que la de Japón, el modelo de gobernación corporativa japonés era considerado superior, pero desde que la economía japonesa se ha contraído, la atención se ha enfocado en el modelo americano.³³ Desde que la economía de los Estados Unidos se ha detenido, los argumentos que favorecen el estilo de gobernación corporativa estadounidense tienen menos fuerza. También, los casos de abuso corporativo que recientemente han llamado la atención pública, tales como los casos de Worldcom, Tyco y Enron, debilitan el argumento de que la gobernación corporativa americana presenta el mejor modelo.

Países diferentes expresan valores diferentes. En Alemania, la idea de codeterminación impregna la cultura empresarial.³⁴ A través de la codeterminación, los estatutos le proveen a los empleados de representación sustancial entre la junta directiva.³⁵ Esta noción es el

30. Ver generalmente Harold Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm* [La Estructura de Propiedad y la Teoría de la Firma], 26 J.L. & ECON. 375 (1983); FRANK EASTERBROOK Y DANIEL R. FISCHEL, THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW [LA ESTRUCTURA ECONÓMICA DEL DERECHO CORPORATIVO] 212-18 (Harvard Univ. Press [Prensa de la Universidad de Harvard] 1991).

31. Coffee, *supra* nota 7, en 649.

32. *Id.* en 648.

33. Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function* [Globalizando la Gobernación Corporativa: La Convergencia de Forma o Función], 49 AM. J. COMP. L. 329, 331 (2001).

34. Helmut Kohl, *Corporate Governance: Path Dependence and German Corporate Law: Some Skeptical Remarks from the Sideline* [Gobernación Corporativa: Dependencia del Camino y Derecho Corporativo Alemán: Algunos Comentarios Escépticos de la Línea de Banda], 5 COLUM. J. EUR. L. 189, 194-95 (1999).

35. Friedrich Kubler, *Corporate Governance: Comment: On Mark Roe, German Codetermination and German Securities Market* [Gobernación Corporativa: Comentario: Sobre Mark

anatema a la perspectiva americana de que los directores poseen la mayor parte del control corporativo como los representantes de los accionistas, los dueños de la firma. La codeterminación es un ejemplo de como una cultura diferente considera los valores de manera diferente en lo que concierne a cuestiones de gobernación corporativa. La eficiencia económica no puede explicar este fenómeno adecuadamente y no incluye en su análisis las diferencias importantes de normas culturales.

La teoría de la eficiencia económica no explica por qué los países de derecho consuetudinario tienden a ofrecer una mejor protección para el accionista de minoría que los países de derecho civil. Es improbable que porque los países en cualquiera de estos sistemas legales son más o menos eficientes económicamente ellos, como un grupo, adoptaron distintos modelos de propiedad corporativa. Si la eficiencia económica es la fuerza principal detrás de la propiedad corporativa, entonces las diferencias relativas en la eficiencia económica entre países dictarían el grado de concentración de propiedad corporativa.

Aunque la eficiencia económica no es el factor exclusivo que determina la estructura corporativa, juega un papel importante dentro del contexto de globalización. Los países que quieren aumentar la inversión extranjera, abrir valoraciones más altas de empresas domésticas, y desarrollar mercados de valores eficientes como un motor para el futuro crecimiento económico, pueden hacer de la eficiencia económica una prioridad y pueden ajustar las leyes domésticas de gobernación corporativa para reflejar este juicio. Esto es lo que pasó en Chile a medida que los reguladores colocaron un fuerte énfasis en las ventajas económicas de una protección mejorada para los accionistas de minoría. O bien, un país puede decidir que el marco de gobernación corporativa debería adaptarse por sí mismo y permitirle a empresas que adopten una reforma de gobernación corporativa voluntariamente. Esta es la postura adoptada actualmente por Méjico. En septiembre de 1999, el equivalente de la Comisión de Acciones e Intercambio en Méjico, la Cámara Nacional de Bolsa y Valores (C.N.B.V), promulgó un código de prácticas de gobernación corporativa que no es obligatorio.³⁶

Es posible que líderes en el gobierno en casos como el de Méjico creen que sus normas existentes de gobernación corporativa reflejan valores que son más importantes que preocupaciones de eficiencia, por ejemplo, la propiedad concentrada promueve la inversión en el desarrollo

Roe, *La Codeterminación Alemana y Mercado de Valores Alemanes*], 5 COLUM. J. EUR. L. 213, 215-16 (1999).

36. Mueller, *supra* nota 27, en 150.

a largo plazo de capital humano del empleado.³⁷ La propiedad dispersada facilita cambios en el control corporativo a través de la adquisición y puede subordinar los intereses de los empleados en el proceso. La propiedad corporativa dispersada con sus mercados de capitales complementarios bien desarrollados ha creado empresas con visión a corto plazo que procuran maximizar ganancias a corto plazo.³⁸ O, puede ser que intereses económicos atrincherados impiden al gobierno instituir reformas necesarias de gobernación corporativa. Estos ejemplos ilustran que la eficiencia económica no puede explicar o predecir la estructura de propiedad corporativa de un país por sí misma.

B. Dependencia del Camino

Los adherentes de la dependencia del camino creen que la estructura corporativa está influenciada principalmente por la política y la historia.³⁹ La dependencia del camino presenta la idea que "condiciones iniciales, decididas por el accidente de la historia o el diseño de la política, pueden llevar una economía por un camino particular."⁴⁰ Un ejemplo de la dependencia del camino en América es la teoría que la desconfianza populista de grandes intermediarios financieros incitó leyes que impiden a estos grupos amontonar el control de las empresas.⁴¹ Otro ejemplo de lo que podría ser argumentado que es la dependencia del camino es Japón con su empleo de por vida como consecuencia de las políticas formuladas luego de la segunda guerra mundial.⁴²

En respuesta a la teoría legal, los defensores de la dependencia del camino argumentan que la ley está dominada por la política y la historia y que leyes adecuadas para la protección de accionistas de minoría resultan de normas políticas que crean una demanda de estos derechos.⁴³ Pero hasta este argumento no elimina la duda que la teoría legal ha puesto sobre la dependencia del camino. La teoría legal demuestra que hay una alta correlación entre la protección de derechos de accionistas de minoría y la propiedad corporativa dispersada. Si la teoría de dependencia del camino es correcta, esto significa que todos los países con modelos similares de propiedad corporativa tienen fuerzas políticas e históricas similares que

37. Coffee, *supra* nota 7, en 649.

38. *Id.* en 643.

39. *Id.* en 646.

40. Gilson, *supra* nota 33, en 334.

41. *Id.*

42. *Id.*

43. *Id.* en 334-35.

forman la propiedad corporativa. Esta hipótesis nos haría creer que países donde la mayor parte de la propiedad está concentrada como Corea del Sur, Noruega, Méjico y Grecia comparten semejanzas históricas y políticas que resultan en propiedad concentrada.

La teoría legal demuestra que países de derecho consuetudinario tienden a ofrecer mejor protección de los derechos de accionistas de minoría que países de derecho civil. La dependencia del camino, como otras teorías, no toma en cuenta la barrera estructural inicial que el derecho civil impone en el desarrollo de los derechos de accionistas de minoría, p. ej., el derecho civil impide la formación de un vestíbulo político que exige los derechos y esto depende de la amplia propiedad de acciones. También, debido al aumento en la competencia causado por la globalización muchos países han comenzado a adoptar leyes para la protección de accionistas de minoría y esto contraviene la idea de que la gobernación corporativa es principalmente una función de historia y política.⁴⁴ La ley es importante pero la eficiencia económica puede hacer que la dependencia del camino falle como ha ocurrido en países como Chile.

Como la eficiencia económica, la dependencia del camino no puede explicar o predecir la estructura de propiedad corporativa de un país por sí misma. Sin embargo, como la eficiencia económica, la dependencia del camino es un factor importante que puede influenciar en si un país adopta derechos de accionistas de minoría. Un ejemplo ilustrativo de esto es Japón. Después de la segunda guerra mundial, Japón fue fuertemente influenciado por América. En el 1950, debido a la fuerte presión política que los Estados Unidos ejerció, Japón promulgó la legislación de derechos de accionistas de minoría.⁴⁵ Esto es un ejemplo de Japón, un país de derecho civil, burlando la barrera presentada inicialmente por su sistema legal a través de la política y la historia para proporcionar mayor protección para los accionistas.

C. *La Teoría Legal*

Los defensores de la teoría legal creen que la propiedad corporativa dispersada es resultado de la protección legal adecuada que se le brinda a los derechos de accionistas de minoría.⁴⁶ Un estudio comparó las

44. Coffee, *supra* nota 7, en 667.

45. Zenichi Shishido, *Japanese Law Symposium: Reform in Japanese Corporate Law and Corporate Governance: Current Changes in Historical Perspective* [Simposio del Derecho Japonés: La Reforma en el Derecho Corporativo Japonés y Gobernación Corporativa: Cambios Actuales en la Perspectiva Histórica], 49 AM. J. COMP. L. 653, 653 (2001).

46. La Porta et al., *supra* nota 5, en 35.

estructuras de propiedad de sociedades anónimas grandes y medianas en 27 países y encontró que “excepto en economías con buena protección para los accionistas, relativamente pocas de estas firmas son poseídas extensamente, en contraste con el modelo de Berle-Means de la sociedad anónima moderna. Más bien, estas firmas son controladas típicamente por familias o por el Estado.”⁴⁷ La protección legal adecuada de los derechos de accionistas de minoría le permite a accionistas con control reducir su propiedad a un interés minoritario.⁴⁸ Sin la protección legal adecuada, un accionista amontonará una participación mayoritaria para compensar por la carencia de protección y los accionistas de minoría invierten dinero porque se les induce a comprar en precios bruscamente rebajados que reflejan su protección legal inadecuada.⁴⁹ El estudio también encontró una correlación significativa entre países de derecho consuetudinario y la protección adecuada para los accionistas de minoría. La teoría legal de la estructura de propiedad corporativa ha sido descrita como una posición intermedia entre las teorías opuestas de dependencia del camino y de eficiencia económica.⁵⁰ Puesto de otro modo, empíricamente ha sido demostrado que la ley importa pero que la eficiencia económica y la dependencia del camino también influyen en las normas de gobernación corporativa.

IV. LA TEORÍA LEGAL EXPANDIDA

La teoría legal demuestra que la protección de accionistas de minoría es un determinante importante en la estructura de propiedad corporativa. La protección adecuada de accionistas de minoría conduce a la propiedad corporativa dispersada; la protección inadecuada de accionistas de minoría conduce a la propiedad concentrada. Países de derecho consuetudinario permiten una mejor protección de accionistas de minoría pero esto presenta la pregunta de por qué.

La investigación muestra que cuando es comparado al derecho civil, el derecho consuetudinario se encuentra mejor adaptado para responder al desarrollo de condiciones económicas.⁵¹ En países de derecho civil, los jueces juegan un papel mecánico y debido a esto la ley no puede adaptarse adecuadamente al cambio rápido en las situaciones económicas.⁵²

47. *Id.* en 19.

48. *Id.*

49. Coffee, *supra* nota 7, en 644.

50. *Id.* en 647.

51. Beck et al., *supra* nota 12.

52. *Id.*

También, en el derecho civil, los códigos son promulgados por la legislatura en una base mayoritaria. Para que los derechos de accionistas de minoría pasen la legislatura, tiene que existir *a priori* una base de accionistas lo suficientemente amplia como para obtener la atención del cuerpo de la legislación. La amplia propiedad de acciones en la sociedad es necesaria para que esta reforma se incorpore. Por lo tanto, debido a la inflexibilidad para crear leyes que satisfagan las necesidades económicas cambiantes y el requerimiento *a priori* de una amplia propiedad de acciones, el derecho civil actuó como una barrera inicial en el desarrollo de derechos de accionistas de minoría.

La naturaleza mayoritaria del derecho civil requiere que la política juegue un papel central en la formación de derechos de accionistas de minoría. Es incorrecto, sin embargo, concluir que porque la política juega un papel importante en el desarrollo de derechos de accionistas de minoría esto demuestra la validez de la teoría de dependencia del camino sobre todas las demás teorías. En cambio, debería de reconocerse que debido a la naturaleza mayoritaria del derecho civil, la política es necesaria en este sistema a un grado mayor que en el derecho consuetudinario. Como la teoría legal predice, sin derechos de accionistas de minoría desarrollados a través de la mecánica del derecho civil, los mercados de capitales líquidos y la propiedad dispersada se dificultarán. La teoría legal le permite a la dependencia del camino y a la eficiencia económica influir en el resultado y esto es un ejemplo donde las tres teorías convergen para influir en el resultado.

El gobierno de un país de derecho civil puede actuar como el fideicomisario del bien público y promulgar los derechos de accionistas de minoría sin una amplia propiedad de acciones. Sin embargo, sin una amplia propiedad de acciones habrá menos compromiso legislativo e institucional para asegurar la ejecución de leyes para los accionistas de minoría y una ausencia de monitores en el mercado. Si un país mejora su código de gobernación corporativa para reflejar normas de imparcialidad internacional más altas sin aumentar la propiedad de acciones el resultado será la adopción formal de leyes desprovistas en gran parte de sustancia. Sin una amplia propiedad de acciones, el marco de derecho civil no reconocerá leyes para los accionistas de minoría como un complemento apropiado a otras leyes existentes.⁵³ La adopción formal de leyes para accionistas de minoría sin una amplia propiedad de acciones prevendría el desarrollo de elementos esenciales para apoyar las leyes: la voluntad política, una judicatura independiente, monitores en el mercado, y una

53. Ver Coffee *supra* nota 7, en 659.

parte del colegio de abogados que litigue abusos cometidos por accionistas mayoritarios.

¿Uno podría preguntar si la amplia propiedad de acciones es conducente a la reforma de accionistas de minoría por qué a Rusia le fue tan mal? Rusia pasó por una ola “de la privatización de masas” de 1992 al 1994.⁵⁴ Como parte de su programa de privatización, Rusia se involucró en un programa de privatización de vales para las masas.⁵⁵ El gobierno ruso le dio a los ciudadanos vales que podían ser intercambiados por acciones en empresas que estaban siendo privatizadas.⁵⁶ Sin embargo, la mayor parte de las acciones en estas empresas se le concedió a gerentes y a empleados y, en promedio, el veinte por ciento de estas empresas fue transferido a ciudadanos.⁵⁷

Los gerentes intentaban extraer tantas ganancias de la empresa para uso personal como fuera posible y compraron vales rápidamente, utilizando fondos obtenidos ilegalmente para este fin.⁵⁸ Como accionistas mayoritarios, los gerentes se involucraron en operaciones para extraer riquezas de las empresas, perjudicando así a los accionistas de minoría.⁵⁹ La reforma de accionistas de minoría no siguió la amplia propiedad de acciones porque los gerentes explotaron la corrupción desenfrenada del gobierno y la inexperiencia de Rusia en la ley corporativa.⁶⁰ Debido a la corrupción extensa, el gobierno no estaba preparado para proteger los intereses de accionistas de minoría.

Los inversionistas de minoría en América Latina son expuestos a la corrupción y a accionistas mayoritarios que tienen la oportunidad de extraer riquezas de empresas. Sin embargo, a diferencia de Rusia, América Latina no surgió del comunismo a un tratamiento relámpago del capitalismo. Accionistas mayoritarios en América Latina tuvieron que establecer una buena reputación entre accionistas de minoría para inducirlos a continuar como inversionistas.⁶¹ Esto puede parecer un argumento a favor del *status quo* en América Latina. Sin embargo, porque los mercados de valores latinoamericanos están languideciendo,

54. Bernard Black et al., *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* [La Privatización Rusa y la Gobernación Corporativa: ¿En Qué Se Equivocó Rusia?], 52 STAN. L. REV. 1731, 1739 (2000).

55. *Id.* en 1740.

56. *Id.*

57. *Id.*

58. *Id.*

59. Black et al., *supra* nota 54, en 1734-35.

60. *Id.* en 1741-42.

61. *Id.*

muchos gobiernos en la región están conscientes de que es el momento adecuado para una reforma de gobernación corporativa.

V. ¿POR QUÉ CONVERGE LA GOBERNACIÓN CORPORATIVA?

El Foro de Gobierno Corporativo Global (FGCG) es una iniciativa internacional lanzada por la OCDE y el Banco mundial en colaboración con reguladores y líderes del sector privado para ayudar a países en vías de desarrollo a mejorar la gobernación corporativa.⁶² Según el FGCG:

La gobernación corporativa fue dada nueva urgencia por las crisis globales financieras que soltaron una volatilidad sin precedentes en los mercados, condujeron a la devaluación, el incumplimiento y el vuelo de capital, con el impacto recibido por el pobre. La reforma en la gobernación no puede continuar siendo vista como una cuestión nacional o local para ninguna sociedad anónima: la globalización ha traído desde su surgencia despertar la necesidad de una coordinación internacional de esfuerzo para asegurar que el crecimiento es sostenido y compartido: sostenido en que es robusto y puede resistir choques – y compartido en que trae prosperidad a muchos, en vez que a pocos. La buena gobernación es una fuente de ventaja competitiva y es crítica al progreso económico y social. En una economía cada vez más globalizada, las firmas tienen que dar un toque a los mercados de capitales domésticos e internacionales para la inversión. Pero los abastecedores de capital tienen la opción – y la calidad de gobernación corporativa se hace cada vez más un criterio para la inversión y para los préstamos. La ampliación y la profundización del fondo de capital para economías en vías de desarrollo y de transición requieren la atención completa a normas de gobernación corporativa. Esto hace que la reforma sea imperativa.⁶³

Una razón por la cual los países latinoamericanos quieren mejorar la protección de accionistas de minoría es que la propiedad corporativa dispersada conduce a mercados de capitales desarrollados y a empresas con altas capitalizaciones de mercado.⁶⁴ Un mercado de valores desarrollado es correlacionado con el crecimiento económico en el

62. *Corporate Governance: An Issue of International Concern [La Gobernación Corporativa: Una Cuestión de Interés Internacional]*, en 2, GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE FORUM (GCGF) [FORO DE GOBERNACIÓN CORPORATIVA GLOBAL (FGCG)], en <http://www.gcgf.org/ABOUT.HTM> (última visita el 17 de julio de 2004) [en lo sucesivo FGCG].

63. *Id.*

64. Coffee, *supra* nota 7, en 659.

futuro.⁶⁵ Un país con propiedad corporativa concentrada puede querer adoptar derechos de accionistas de minoría para aumentar la propiedad dispersada y obtener los beneficios de mercados de capitales desarrollados. Uno de los objetivos indicados de las leyes revisadas de gobernación corporativa de Chile era el proveer “incentivos para la dispersión de propiedad corporativa, alentando así a los reguladores actuales a mantener el control en los niveles bajos de concentración de propiedad”⁶⁶ Las empresas con propiedad concentrada pueden ser beneficiadas por un cambio en la estructura de propiedad corporativa. Las empresas en mercados de valores desarrollados tienen valoraciones de empresa más altas que facilitan adquisiciones en una escala global por medio de precios de acciones más altos.⁶⁷

La liquidez disminuida en los mercados de valores latinoamericanos es un problema serio para estos países.⁶⁸ El volumen inadecuado de intercambio es atribuido a muchos factores como la migración a mercados de valores extranjeros, inversión extranjera reducida, menos introducciones en la bolsa, adquisiciones por firmas extranjeras, y suspensiones debido a las transacciones privadas.⁶⁹ Un factor importante detrás de la reducción en la inversión de cartera es la débil protección que se les brinda a los accionistas de minoría.⁷⁰ Los países latinoamericanos han tomado nota de la disminución en los volúmenes de comercio y reconocen la necesidad de responder a las preocupaciones de los inversionistas en cuanto a mejoras en la protección de accionistas.⁷¹

Inversionistas institucionales abogan por una gobernación corporativa mejorada en América Latina.⁷² El FGCG tiene un Grupo Consultivo para el Sector Privado (PSAG, por sus siglas en inglés) que trae a líderes del sector privado internacional para asistir a países en vías de desarrollo a mejorar su gobernación corporativa.⁷³ Para alcanzar sus objetivos, el PSAG estableció un Destacamento de Fuerzas para la Responsabilidad del

65. Rajan y Zingales, *supra* nota 4, en 584.

66. Jorge Bustos Oyanedel, *Tender Offers: The Chilean Case [Ofertas Públicas de Adquisición: El Caso Chileno]*, en 5, OCDE (abril de 2000), en <http://www.oecd.org/dataoecd/49/37/1930036.pdf> (última visita el 17 de julio de 2004).

67. Coffee, *supra* nota 7, en 647.

68. Lubrano, *supra* nota 1.

69. *Id.*

70. *Id.* en 119.

71. *Id.* en 123.

72. Agosin, *supra* nota 20, en 12.

73. *Private Sector Advisory Group [Grupo Consultivo en el Sector Privado]*, en 1, FGCG, en <http://www.gcgf.org/partners/psag.htm> (última visita el 17 de julio de 2004) [en lo sucesivo PSAG].

Inversionista que incluye a los inversionistas institucionales más grandes del mundo.⁷⁴ Juntos estos inversionistas manejan 3 trillones de dólares (USD) en activos.⁷⁵ Un estudio condujo una revisión de más de 200 inversionistas institucionales que manejan casi 3.25 trillones de dólares (USD) en activos. El setenta y cinco por ciento de estos inversionistas consideran que la gobernación corporativa es *al menos* tan importante como el funcionamiento financiero cuando ellos ponderan el invertir dinero en una empresa.⁷⁶

Organizaciones internacionales como la OCDE impulsan a países a mejorar la gobernación corporativa. Según *Los Principios de Gobernación Corporativa (Principios)* de la OCDE, la protección adecuada de los derechos de accionistas de minoría es un aspecto importante de la gobernación corporativa. *Los Principios* de la OCDE “representan una base común que países miembros de la OCDE consideran esencial para el desarrollo de la práctica de una buena gobernación.”⁷⁷ La sección II de *Los Principios: El Tratamiento Equitativo de Accionistas* declara “el marco de gobernación corporativa debe de asegurar el tratamiento equitativo de todos los accionistas, incluyendo a accionistas extranjeros y aquellos de minoría. Todos los accionistas deben de tener la oportunidad de obtener una reparación eficaz a la violación de sus derechos.”⁷⁸ La sección II de *Los Principios* cataloga los siguientes como elementos necesarios para el tratamiento equitativo de accionistas: “todos los accionistas de la misma clase deben de ser tratados con igualdad . . . el comercio interno y el auto trato abusivo deben de ser prohibidos . . . miembros de juntas directivas y gerentes deben de ser requeridos a revelar cualquier interés material en transacciones o asuntos que afectan a las sociedades anónimas.”⁷⁹

74. *Id.*

75. *Id.* en 2.

76. MCKINSEY Y COMPAÑÍA, INVESTOR OPINION SURVEY ON CORPORATE GOVERNANCE [REVISIÓN DE OPINIÓN DE INVERSIONISTAS SOBRE LA GOBERNACIÓN CORPORATIVA], en 1, FGCG (2000), en <http://www.gcgf.org/docs/72CGBrochure.PDF> (última visita el 17 de julio de 2004).

77. OCDE, *supra* nota 10, en 11.

78. *Id.* en 19.

79. *Id.*

VI. EL ESTADO DEL DESARROLLO DE LOS DERECHOS DE ACCIONISTAS DE MINORÍA EN CHILE Y MÉJICO

A. Chile

Chile es presentado como el caso de convergencia fuerte. En 1981, Chile reformó su sistema de pensión y le permitió a firmas privadas llamadas AFP's administrar pensiones e invertir dinero en valores chilenos.⁸⁰ Conforme a las nuevas reglas *todos* los trabajadores chilenos están obligados a contribuir el diez por ciento de sus ingresos mensuales a la AFP, la cual invierte dinero en valores chilenos y las AFP's ahora manejan fondos valorados en casi el cincuenta por ciento del producto nacional bruto del país.⁸¹

El aumento en la propiedad de valores a través de la sociedad chilena ayudó a crear un vestíbulo político que exigió una protección de accionistas de minoría mejorada después de los casos de abusos cometidos por accionistas mayoritarios que “engendró la rebelión de accionistas, la protesta pública y eventualmente respuestas legislativas.”⁸² En 1981, Chile renovó su ley corporativa y en el año 2000 una nueva ley sobre ofertas públicas de adquisición y gobernación corporativa fue pasada (la ley OPA).⁸³ La ley OPA es un intento valiente para que la gobernación corporativa chilena se acoja a normas internacionales y para “mejorar la imparcialidad, la transparencia y el orden en el mercado de capitales chileno en total.”⁸⁴

La ley OPA armoniza la gobernación corporativa chilena con *los Principios* de la OCDE, ya que la ley requiere un tratamiento de igualdad para los accionistas en ofertas públicas de adquisición, incorpora reglas más estrictas en cuanto al uso de información confidencial, y prohíbe transacciones relacionadas a no ser que éstas sean aprobadas por la junta directiva y que sean compatibles con las normas de imparcialidad.⁸⁵ Significativamente, la ley OPA le permite a los accionistas de minoría que poseen cinco por ciento en acciones traer una demanda derivada en contra

80. Agosin, *supra* nota 20, en 2.

81. *Id.* en 4.

82. Lubrano, *supra* nota 23, en 5.

83. Jose W. Fernández, *Corporate Caveat Emptor: Minority Shareholder Rights in Mexico, Chile, Brazil, Venezuela, and Argentina* [Advertencia Emptor Corporativa: Derechos de Accionistas de Minoría en Méjico, Chile, Brasil, Venezuela, y Argentina], 32 U. MIAMI INTER-AM. L. REV. 157, 174 (2001).

84. Escobar, *supra* nota 25, en 2.

85. *Id.* en 6-12.

de personas que en razón de sus relaciones o posición dentro de una empresa tienen información sobre ésta de la que no dispone el público en general (*corporate insiders*) por violar la ley de sociedades anónimas en Chile, regulaciones o reglamentos de empresas.⁸⁶ Una demanda derivada le permite a un accionista demandar a *corporate insiders* individuales de parte de la sociedad anónima.⁸⁷ La ley OPA también estipula que los gastos de la litigación son pagados por el demandado si la demanda tiene éxito, de otra manera, el demandante corre con los gastos.⁸⁸ Esta política propicia demandas meritorias. Hasta la fecha, Chile es el único país latinoamericano que ha introducido el concepto de demandas derivadas de accionistas.⁸⁹

La creación de AFP's (los manejadores de los fondos de pensiones privadas) es un causante importante del desarrollo relativamente bueno de los mercados de valores chilenos.⁹⁰ Como los accionistas de minoría, las AFP's funcionan como monitores poderosos de los abusos cometidos por accionistas mayoritarios.⁹¹ Un ejemplo altamente conocido de una demanda iniciada por AFP's como accionistas de minoría es el caso Chispas.⁹²

El caso Chispas surgió cuando los adquirentes españoles de Enersis, la empresa de utilidad eléctrica más grande de Chile, concedieron ventajas excesivas a los accionistas mayoritarios de Enersis, una empresa chilena llamada Chispas.⁹³ Durante la adquisición, el adquirente español ofreció a Chispas 840 veces el precio pagado a accionistas de minoría, las AFP's entre ellos.⁹⁴ Las AFP's demandaron en el tribunal para impedir que la adquisición ocurriera y lograron anular la oferta pública de adquisición conforme a las leyes de accionistas de minoría.⁹⁵

La abogacía de Chile como la mayor parte de la abogacía latinoamericana es un sistema interno que se fía bastante de redes emparentadas.⁹⁶ Como parte de un estudio, una persona dentro de la

86. *Id.* en 9.

87. *Id.*

88. *Id.*

89. Fernández, *supra* nota 83, en 180.

90. Agosin, *supra* nota 20, en 4.

91. *Id.* en 14-17.

92. *Id.* en 16-17.

93. *Id.*

94. *Id.* en 17.

95. Agosin, *supra* nota 20, en 18.

96. Larissa Adler Lomnitz y Rodrigo Salazar, *Cultural Elements in the Practice of Law in Mexico: Informal Networks in a Formal System* [Elementos Culturales en la Práctica de Derecho en

abogacía mejicana reconoció la importancia de redes emparentadas para un abogado mejicano joven:

Creo que las relaciones humanas son siempre importantes en todo sentido. Son necesarias porque el abogado joven que comienza la práctica profesional y no tiene ningunas relaciones sociales que le puedan proveer a él o a ella de un caso no tendrá trabajo y terminará en empleos de poca categoría, quizás como el último secretario de un tribunal, o corroborando documentos en una oficina pública, y ahí es donde él o ella permanecerá⁹⁷

Otro rasgo de la abogacía latinoamericana atribuida a redes internas es la debilidad de la judicatura.⁹⁸ Un estudio encontró que “la mayor debilidad estructural de los tribunales, como acaba de ser descrito, era su dependencia. Los tribunales han sido vinculados históricamente a familias extendidas en Brasil y Chile y al partido político que ha dominado por largo tiempo en Méjico.”⁹⁹

La abogacía en Chile mejorará con la introducción de leyes que nivelan el campo para los accionistas de minoría. La demanda derivada y la provisión que concede honorarios legales al demandante, de ser exitosas, propician demandas en contra de *corporate insiders* poderosos. La mayoría de los accionistas retados en tribunales chilenos representan algunos de los intereses más poderosos en América Latina. Es de buen agüero que la abogacía en Chile tiene un marco para hacer a grupos económicos poderosos responsables y ha tenido éxito haciendo esto. El hacer a los accionistas mayoritarios responsables es un paso importante para mejorar la gobernanación corporativa y señala un cambio hacia la autoridad de la ley.¹⁰⁰

Méjico: *Redes Informales en un Sistema Formal*], en GLOBAL PRESCRIPTIONS: THE PRODUCTION, EXPORTATION, AND IMPORTATION OF A NEW LEGAL ORTHODOXY [PRESCRIPCIONES GLOBALES: LA PRODUCCIÓN, EXPORTACIÓN, E IMPORTACIÓN DE UNA NUEVA ORTODOXÍA LEGAL] 210 (Yves Dezalay y Bryant G. Garth editores, Univ. of Mich. Press [Prensa de la Universidad de Michigan] 2002).

97. *Id.* en 233.

98. YVES DEZALAY Y BRIANT G. GARTH, THE INTERNATIONALIZATION OF PALACE WARS: LAWYERS, ECONOMISTS, AND THE CONTEST TO TRANSFORM LATIN AMERICAN STATES [LA INTERNACIONALIZACIÓN DE GUERRAS DE PALACIO: ABOGADOS, ECONOMISTAS, Y LA COMPETENCIA PARA TRANSFORMAR ESTADOS LATINOAMERICANOS] (THE CHICAGO SERIES IN LAW AND SOCIETY [LA SERIES DE CHICAGO EN LEY Y SOCIEDAD]) 225. (Univ. of Chicago Press [Prensa de la Universidad de Chicago] 2002).

99. *Id.*

100. Ver Lomnitz y Salazar, *supra* nota 96, en 211.

Es importante que la ley OPA chilena tenga como objetivo el “mejorar la imparcialidad.”¹⁰¹ Una mejor protección para accionistas de minoría se concierne ultimadamente con la imparcialidad a todos los accionistas. La ejecución de reglas basándose en imparcialidad tendrá un impacto en la abogacía de Chile. Según un comentarista, la Superintendencia de Chile de Valores y Seguros (SVS) tiene un papel prominente como ejecutor de la ley OPA: “SVS juega un papel activo y fuerte para asegurar la observancia estricta de las reglas nuevas”¹⁰² Instituciones gubernamentales independientes como el SVS que aplican la ley y monitores efectivos como las AFP’s que litigan los males cometidos por grupos poderosos interactuarán cada vez más para promover la autoridad de la ley sobre el cronismo en Chile. Una abogacía apoyada por instituciones independientes y por leyes adecuadas que castiguen los abusos por intereses poderosos se fía menos de redes internas ya que estas redes procuran proteger intereses firmemente enraizados. La capacidad de obtener la reparación legal de los intereses más poderosos en la sociedad implica la confianza en la autoridad de la ley.¹⁰³

Un sistema legal basado en la autoridad de la ley valora el mérito y la propugnación sobre las redes personales. Uno puede prever una parte del colegio de abogados chileno que se enfoque en casos de accionistas de minoría. Esta parte del colegio estaría menos inclinada a desarrollar un capital emparentado como su prioridad principal. En cambio, se fiaría de la habilidad mientras existan leyes adecuadas e instituciones independientes. Este segmento emprendedor del colegio valoraría el talento sobre las relaciones personales y la meritoriosidad legal surgiría dentro de esta porción del colegio.

Previamente, Chile ha encabezado las libres reformas en el mercado que más tarde han sido imitadas en todas partes de América Latina.¹⁰⁴ La amplia propiedad de acciones, los monitores en el mercado, las leyes basadas en la imparcialidad, una judicatura independiente, y un colegio emprendedor y meritorio son elementos cruciales en el movimiento de Chile para poner su gobernación corporativa al día. Una gobernación corporativa mejorada puede ayudar a la abogacía latinoamericana a

101. Escobar, *supra* nota 25, en 2.

102. *Id.* en 6.

103. Ver Lomnitz y Salazar, *supra* nota 96, en 211.

104. Ver Q&A: *Chile's Socialist Leader is Betting on the New Economy (Extended)* [El Líder Socialista en Chile Apuesta en la Nueva Economía (Extendido)], BUSINESSWEEK [SEMANA DE NEGOCIOS], 2 de abril de 2001, disponible en http://www.businessweek.com/magazine/content/01_14/b3726145.htm (última visita el 17 de julio de 2004).

moverse de redes internas emparentadas a una mayor confianza en la autoridad de la ley. Esto sólo puede reforzar la credibilidad del compromiso de América Latina con los derechos de accionistas de minoría y una gobernación corporativa más equitativa y transparente en general.

B. Méjico

Méjico es presentado como el caso de convergencia débil. En 1997, Méjico reformó su sistema de pensión, sin embargo, limitó la inversión a bonos del estado.¹⁰⁵ Por consiguiente, en Méjico no ha habido una propiedad de acciones extendida. En septiembre de 1999, el equivalente de la Comisión de Valores e Intercambio en Méjico, la Cámara Nacional de Bolsa y Valores (CNBV), promulgó un código de prácticas de gobernación corporativa que no es obligatorio.¹⁰⁶ El código refuerza la protección de accionistas de minoría y recomienda la formación de comités especiales de las juntas directivas.¹⁰⁷ La ley mejicana obliga a las empresas públicas a revelar su “nivel de adhesión a las prácticas recomendadas por el Código.”¹⁰⁸ Este método deja que el mercado dicte los resultados, castigando a empresas con la menor adhesión al código.¹⁰⁹

La ley mejicana dificulta la litigación de abusos cometidos por accionistas mayoritarios. Un ejemplo de la protección inadecuada de accionistas de minoría es la Ley General de Empresas Comerciales de Méjico (LGSM) Artículo 201:

Cualquier desafío judicial a las resoluciones corporativas debe ser presentado por los dueños de al menos un tercio del capital en acciones de la sociedad anónima, ninguno de los cuales puede haber votado a favor de la resolución en cuestión. Los dueños de al menos un tercio del capital en acciones también pueden traer una acción por parte de la sociedad anónima en contra de sus directores.¹¹⁰

El artículo 201 no es favorable a accionistas de minoría porque la exigencia de una tercera parte de la propiedad en acciones es restrictivamente alta. Tiene el potencial de convertirse en una ley muy útil si el umbral de propiedad se reduce. Conforme a la ley OPA chilena,

105. Kritzer, *supra* nota 26.

106. Mueller, *supra* nota 27, en 150.

107. *Id.* en 151.

108. *Id.*

109. *Id.*

110. Fernández, *supra* nota 83, en 168.

una demanda derivada puede ser traída por un accionista que posee un cinco por ciento en acciones, un nivel que inversionistas institucionales pueden obtener factiblemente. El artículo 201 permite lo que puede parecerse a una demanda derivada pero la exigencia de una tercera parte en la propiedad de acciones es tan onerosa que hace que la ley sea en gran parte inútil. Un comentarista observó que en Méjico:

los derechos de accionistas y más expresamente, los derechos de minorías son muy limitados. No hay remedios en la equidad y los tribunales mejicanos han tomado la posición de hacer cumplir la forma sobre la sustancia. La litigación en Méjico es de valor limitado, y por lo general requiere un costo sustancial. Los casos no son relatados, y las pocas decisiones que se relatan, alcanzan los tribunales en circuitos federales y de vez en cuando, el Tribunal Supremo, donde los hechos particulares no son relatados, pero simplemente un párrafo que contiene el principio mantenido es publicado.¹¹¹

¿Es la dependencia del camino más fuerte en Méjico que en Chile? Los defensores de la dependencia del camino declararían que las fuerzas políticas e históricas mejicanas han puesto un alto a los intereses en la eficiencia. Esto puede ser cierto a tan sólo un grado porque la reforma legal no es el único camino hacia la convergencia. La convergencia puede ocurrir por medio de vías indirectas por ejemplo, algunas sociedades anónimas grandes extranjeras han emigrado a cambios estadounidenses y se han sujetado a normas de gobernación corporativa más altas.¹¹² También, muchas empresas mejicanas han sido adquiridas por empresas extranjeras que se adhieren a reglas de gobernación corporativa más estrictas.¹¹³ Sin embargo, la posibilidad existe que intereses económicos atrincherados presionaron al gobierno mejicano a abstenerse de instituir reformas de gobernación corporativa que beneficien a la economía en total. También es posible que reguladores mejicanos no están conscientes

111. Mueller, *supra* nota 27, en 143.

112. Coffee, *supra* nota 7, en 650.

113. Ver Carlos Morales e Ileana Fernandez, "Telecom is King," *Latin American M&A Hits Record of \$90.252 bil with 1,199 Deals Announced, Brazil Leads the Pack with the Bust of Telefonica SA, Morgan Stanley Dean Witter-Overall Top Financial Adviser* ["Telecom es el Rey," *el M y A de Latinoamericana Alcanza Record de 90.252 mil millones de dólares con 1,199 Tratos, Brasil Lleva la Delantera del Grupo con el Busto de Telefonica SA, Morgan Stanley Dean Witter-en general el Consejero Financiero Superior*], en 3, THOMSON FIN. [FINANCIERAS DE THOMSON], Sec. Data [Datos de Seguridades], Latin American Research Group [Grupo de Investigación Latinoamericano] (2000), en <http://www.tfsd.com/league/pdfs/4Q2000/LatAm2000FinalPressRelease.PDF> (última visitada el 17 de julio de 2004).

de las coacciones que el derecho civil pone sobre el desarrollo de la protección de accionistas de minoría. Si es así, los reguladores no están conscientes de que las reformas para dispersar la propiedad en acciones son necesarias para desarrollar y para hacer cumplir los derechos de accionistas de minoría adecuadamente.

La ausencia de reformas adecuadas para accionistas de minoría en Méjico ha causado el *status quo*, p. ej., una abogacía incapaz de litigar abusos cometidos por accionistas mayoritarios. Un ejemplo de un abuso cometido por la mayoría y que no fue evaluado ocurrió en 1999. Ricardo Salinas Pliego es el jefe de uno de los grupos industriales más grandes de Méjico que incluye a Elektra, una tienda grande y a TV Azteca, una empresa televisiva.¹¹⁴ En 1999, Salinas vendió la mitad de su empresa telefónica privada, Unefon, a TV Azteca después de que no pudo obtener financiamiento para unas negociaciones de Unefon.¹¹⁵

Los accionistas de minoría de TV Azteca se enfurecieron ya que no estaban dispuestos a asumir la propiedad de una empresa telefónica recién iniciada.¹¹⁶ Bajo leyes más equitativas, los accionistas de minoría habrían litigado las acciones del Sr. Salinas como un abuso de poder o brecha de lealtad a la sociedad anónima. El Sr. Salinas vio las acciones públicamente negociadas que él controla decaer en valor a medida que los inversionistas previeron futuros abusos.¹¹⁷ Salinas procuró hacer la paz con accionistas de minoría reformando las juntas directivas corporativas de Elektra y TV Azteca.¹¹⁸ Sin embargo, el daño estaba hecho y nada en el marco regulador existente mejicano puede prevenir otro abuso de poder como este.

Bajo el ambiente existente, la abogacía mejicana conservará la imagen y las características de una red interna. Mientras la abogacía mejicana sea incapaz de monitorear a intereses poderosos dentro de la sociedad, la abogacía servirá las necesidades de aquellos cuyo poder permanece sin ser supervisado. Si a los intereses poderosos no se les hace responsables, la abogacía tiene poco incentivo para separarse del modelo de redes internas.

La protección adecuada de accionistas de minoría requiere que instituciones independientes hagan cumplir la ley objetivamente. Sin una

114. Mandel-Campbell, *supra* nota 18.

115. *Id.*

116. *Id.*

117. *Id.*

118. *Id.*

propiedad de acciones más amplia en una sociedad de derecho civil habrá una voluntad legislativa inadecuada para crear leyes de accionistas de minoría y una voluntad inadecuada para mantener las instituciones independientes que hacen cumplir estas leyes. Bajo el *status quo*, la carencia de instituciones independientes puede ser vista como un problema mayor en la abogacía mejicana y latinoamericana.

Méjico y otros países latinoamericanos pueden ser lentos para seguir la ventaja de Chile debido a la dependencia del camino o a la carencia de conciencia que el derecho civil crea un impedimento en el desarrollo de leyes de accionistas de minoría. Sin embargo, si la reforma de gobernación corporativa de Chile crea un sistema legal más transparente que atrae la inversión, Méjico y otros países latinoamericanos estarán inclinados a seguir la ventaja de Chile para conservar una ventaja competitiva. La globalización requiere que países mantengan ventajas competitivas y la ley puede ayudarles a alcanzar este objetivo.

VII. CONCLUSIÓN

La globalización crea la necesidad de reformas en la gobernación corporativa, en particular, el mejoramiento de los derechos de accionistas de minoría. La reforma de la gobernación corporativa tiene como propósito el mejorar la economía local y los mercados de valores. La globalización acelera la necesidad de reformas a medida que países en vías de desarrollo buscan inversiones extranjeras y ponen al día sus códigos de gobernación corporativa para reflejar las normas internacionales como *los Principios* de la OCDE. Los mercados de valores latinoamericanos han estado languideciendo en parte porque la región ha sido lenta para mejorar la gobernación corporativa.¹¹⁹

La situación es complicada ya que los países en América Latina siguen la tradición de derecho civil. Debido a su inhabilidad para responder a cambios económicos y a su naturaleza mayoritaria, el derecho civil es un obstáculo formidable para el desarrollo de los derechos de accionistas de minoría. Ninguna de las teorías existentes de estructura corporativa maneja este asunto. Sin una amplia propiedad de acciones, el derecho civil está pobremente equipado de manera estructural para manejar reformas de gobernación corporativa. La amplia propiedad de acciones solidifica la voluntad legislativa para crear leyes de accionistas de minoría y a través de leyes basadas en la imparcialidad ayuda a la

119. Lubrano, *supra* nota 1, en 119-20.

judicatura a afirmar su independencia a medida que hace cumplir estas leyes. La amplia propiedad de acciones también da lugar a monitores que litigan los abusos cometidos por accionistas mayoritarios. Con el establecimiento de leyes apropiadas e instituciones, la abogacía latinoamericana puede alejarse de su estructura tradicional de redes internas a una que se fíe más de la información y de la meritividad.

Chile puso en práctica reformas que aumentaron la propiedad de acciones entre la sociedad y esto creó una voluntad política para desarrollar leyes adecuadas para la protección de accionistas de minoría. La aplicación de leyes basadas en la imparcialidad ayudó a la judicatura a afirmar su independencia. El componente de imparcialidad de la ley OPA chilena y las instituciones reguladoras independientes ayudarán a reducir el cronismo en Chile.

La La globalización ha llamado la atención a la gobernación corporativa y, en particular, a los derechos de accionistas de minoría en América Latina. Por ejemplo, la Mesa Redonda de la Gobernación Corporativa Latinoamericana de la OCDE:

Estableció el Abril del 2000, objetivos para facilitar el diálogo de políticas en los sectores públicos y privados. Esto proporciona un foro para el intercambio de experiencias entre los creadores mayores de políticas, los reguladores y los participantes en el mercado con gran experiencia en los acontecimientos actuales y el trabajo en curso. Agregando a sus discusiones, la mesa redonda emitirá un Papel Blanco de la Gobernación Corporativa Latinoamericana. El Papel Blanco se dirigirá a las áreas más urgentes que necesitan mejoras, propondrá modos efectivos para responder a defectos existentes y discutirá la división apropiada de responsabilidades entre agrupaciones diferentes. Las conclusiones hechas en el Papel Blanco servirán como una agenda práctica de reformas y también proveerá sugerencias valiosas a cualquier futura revisión de los Principios de Gobernación Corporativa de la OCDE. Los participantes de la mesa redonda vienen de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, la República Checa, Francia, Hungría, Méjico, Paraguay, Perú, Turquía, el Reino Unido, los Estados Unidos y Venezuela.¹²⁰

Leyes basadas en la imparcialidad, instituciones independientes y un colegio de abogados competente que litigue abusos cometidos por

120. *The Latin American Corporate Governance Roundtable [La Mesa Redonda de la Gobernación Corporativa Latinoamericana]*, en 1, OCDE, en http://www.oecd.org/document/63/0,2340,en_2649_37439_2048255_1_1_1_37439,00.html (última visita el 17 de julio de 2004).

accionistas mayoritarios ayuda a apoyar la autoridad de la ley. Si el código de gobernación corporativa mejorado de Chile propicia la prosperidad económica, otras naciones latinoamericanas considerarán a Chile como un modelo para poner al día sus propios códigos de gobernación corporativa. Sin embargo, debe de ser enfatizado que el éxito de Chile se debe en gran parte a una amplia propiedad de acciones. Este es el factor que falta, en el cual la literatura no se ha enfocado y el cual explica por qué el derecho civil falla a menudo en proveer una protección adecuada para los accionistas de minoría.